

米国における連邦証券詐欺規制とエンフォースメント

著者	栗山 修
雑誌名	神戸市外国語大学外国学研究
巻	75
ページ	1-12
発行年	2010-03-31
URL	http://id.nii.ac.jp/1085/00000544/

米国における連邦証券詐欺規制とエンフォースメント

栗山 修

- I はじめに
- II 証券詐欺・詐欺禁止規定
 - 1 証券詐欺
 - 2 詐欺禁止規定
- III 国家によるエンフォースメント
 - 1 刑事罰
 - 2 故意とサイエンタ
 - 3 インサイダー取引と刑事罰
- IV 私人によるエンフォースメント
 - 1 損害賠償
 - 2 3倍賠償
 - 3 報奨金
 - 4 短期売買差益
- V SECによるエンフォースメント
 - 1 差止命令
 - 2 付随的救済
 - 3 3倍賠償
 - 4 利益吐出し・民事制裁金
 - 5 取締役あるいは役員の職務執行禁止
 - 6 行政処分

I はじめに

米国における証券取引規制は、州法⁽¹⁾および連邦法に基づいてそれぞれなされている。なかでも後者、具体的には1933年連邦証券法（以下、証券法）、1934年連

(1) 州の証券取引規制に関する法律を総称して「ブルー・スカイ・ロー」という（拙著・証券取引規制の研究（成文堂 平成10年）。以下、拙著で引用）。なお、Macey & Miller, *Origin of the Blue Sky Laws*, 70 TEX. L. REV. 347, 359 n.59 (1991) 参照。

邦証券取引所法（以下、取引所法）が「連邦証券関係諸法（federal securities laws）」⁽²⁾の中心的法律である。前者は主として証券の発行市場を規制し、後者は主として証券の流通市場を規制する⁽³⁾。

証券詐欺（securities fraud）は証券市場の公正さや健全性を害し、投資者に損害をあたえる違法行為である。証券詐欺の多くは、いわゆる詐欺禁止規定（anti-fraud provision）のもとで規制されている。同規定の違反者には刑事罰等の制裁が科される。以下では、「証券詐欺」の意義および取引所法・証券法（以下、取引所法等）における詐欺禁止規定を概観する（後記Ⅱ）。その後、取引所法等の制定目的を実現させるために科されうる法的措置（以下、エンフォースメント）についてつぎのように分類してその内容や関連する問題点を検討する。国家によるエンフォースメント（後記Ⅲ）。私人によるエンフォースメント（後記Ⅳ）。SECによるエンフォースメント（後記Ⅴ）⁽⁴⁾。

Ⅱ 証券詐欺・詐欺禁止規定

1 証券詐欺

「証券詐欺」とは、株価に影響をおよぼす重要情報の不実表示（misrepresentation）や半真実（half-truth）、不開示（non-disclosure）による違法な証券取引をいう。取引所法等における証券詐欺の具体例は大略つぎのようである。

(1) 不実表示

①登録届出書の重要事項に事実と異なる記載がある⁽⁵⁾。②目論見書の重要事項に事実と異なる記載がある⁽⁶⁾。③取引所法の規定に従って提出される報告書等の

(2) 連邦証券関係諸法とは証券法、取引所法、2002年サーベンス・オクスリー法、1935年公益事業持株会社法（現在における同法は事実上すでに有名無実化している（HAZEN & RATNER, SECURITIES REGULATION 12 (9th ed. 2006)）、1939年信託証券法、1940年投資会社法、1950年投資顧問法および1970年投資者保護法をいう（取引所法3条(a)項(47)号）。なお、連邦証券関係諸法が州の会社法に多大な影響をあたえ「連邦会社法」と化していることにつき、アーサ・フライシャー Jr. [矢沢惇訳]『「連邦会社法」：一つの評価」[1966-1] アメリカ法9頁以下参照。

(3) 証券法、取引所法の邦訳については、財団法人日本証券経済研究所・新外国証券関係法合集アメリカ(Ⅲ)証券法、取引所法（財団法人日本証券経済研究所 平成20年）参照。

(4) 本稿は拙稿「米国連邦証券詐欺訴訟におけるエンフォースメントとクラス・アクション」同志社法学55巻7号277頁以下（平成16年）の内容の一部を再構成し、その後の動向や問題点を検討する。また、「インサイダー取引」をした者にたいするエンフォースメントのポイントについては、拙稿「米国におけるインサイダー取引規制の概要」国際商事法務36巻6号845頁以下（平成20年）参照。

(5) 証券法11条。

(6) 証券法12条(a)項(2)号。

重要事項に事実と異なる記載がある⁽⁷⁾。④規則10b-5(b)前半（後記2・(3)・②）が規定する「重要な事実を偽って表示すること」に該当する行為。

(2) 半真実

規則10b-5(b)後半が規定する「表示がなされる際の状況に照らして、当該表示が誤解をまねかないために必要な重要事実を示さないこと」に該当する行為。

(3) 不開示

①規則10b-5(a)が規定する「詐欺的な策略をもちいること」。②規則10b-5(c)が規定する「人を欺罔するあるいは欺罔するであろう行為、慣行、取引方法をなすこと」。証券の価値に影響をあたえる重要情報の不開示による取引（インサイダー取引）がその例である⁽⁸⁾。

2 詐欺禁止規定

以下の規定が取引所法等における「詐欺禁止規定」とされる。

(1) 証券法17条(a)項

「証券の売付け」における詐欺を規制対象とする。したがって、「証券の買付け」における詐欺は規制対象とされない。

(2) 取引所法14条(e)項・規則14e-3

1960年代に入り、公開買付け（tender offer）が頻繁におこなわれるようになった。これにともない、合衆国議会は1968年に Williams Act を制定して公開買付けに関する諸規定を取引所法に新設した。そのなかの一つに同法14条(e)項がある。取引所法は1970年の改正で、公開買付けがなされる際に詐欺的な取引から投資者を保護すべく SEC に規則制定権を与えた。これにより1980年に制定されたのが規則14e-3である⁽⁹⁾。

(3) 取引所法10条(b)項・規則10b-5

① 取引所法10条(b)項

「国法証券取引所に登録されている証券もしくは登録されていない証券の買付けまたは売付けに関し、公益または投資者保護のため必要に応じて委員会が適宜制定する規則に違反して、相場操縦的または詐欺的策略をもちいること（下線部

(7) 取引所法18条(a)項。

(8) King & Corrigan & Dukin, *Securities Fraud*, 46 AM. CRIM. L. REV. 1027, 1029 (2009) は、「証券詐欺」を①重要情報の不実表示・半真実、②インサイダー取引に大別する。なお、一般投資者のした取引が「証券詐欺」にあたらない場合でも証券取引の専門家であるブローカー・ディーラーのした同様の取引がこれにあたるケースは少なくない (*Id.* at 1029 n.10)。

(9) 同規則の有効性については、拙著・179頁以下参照。

は筆者)。」

② 規則10b-5

SEC が同項に基づき1942年に制定した5番目の規則が、以下のように規定する規則10b-5である。

「何人も州際通商の方法、郵便あるいは国法証券取引所の施設を利用して、証券の買付けもしくは売付けに関し、直接または間接につきの行為をなすのは違法である。

- (a) 詐欺的な策略をもちいること。
- (b) 重要な事実を偽って表示することまたは表示がなされる際の状況に照らして、当該表示が誤解をまねかないために必要な重要事実を示さないこと。
- (c) 人を欺罔するあるいは欺罔するであろう行為、慣行、取引方法をなすこと。」

証券法17条(a)項(上記・(1))は「証券の売付け」には適用されるが、「証券の買付け」には適用されない。そこで、両者に適用される規定として制定されたのが規則10b-5である⁽¹⁰⁾。証券法11条等のように不実表示をした者にたいする私的訴権を明定する規定(前記1・(1))が適用されるケースでも、同規則に基づく黙示の私的訴権(後記Ⅳ・1・(2))が認められる⁽¹¹⁾。実際上も、同規則に基づく請求が認められるケースが多い。このように、同規則は詐欺的証券取引のほとんどすべてに適用されうるといっても過言ではない。その意味で、規則10b-5は詐欺禁止規定の中心をなす^{(12) (13)}。

以下で検討するエンフォースメントは、主として取引所法10条(b)項・規則10b-5(以下、Rule)の違反者にたいしてなされるそれについて検討する。

(10) 規則10b-5制定の経緯については、ABA Sec. of Corp., Banking & Bus. Law, *Conference on Codification of the Federal Securities Laws*, 22 BUS. LAW. 793, 922 (1967) 参照。

(11) 詳細は、拙著・111頁以下参照。

(12) 1975年 Blue Chip Stamps 事件合衆国最高裁判決(404 U.S. 6)でレーンクイスト首席裁判官(当時)は、同規則をつぎのように評した。「制定当初は目立たなかったが、その後における判例法の発展により重要な存在となった規定(a judicial oak which has grown from little more than a legislative acorn)が規則10b-5である。」

(13) 拙稿「米国連邦証券詐欺禁止規定と合衆国最高裁判決」国際商事法務36巻11号1544頁以下(平成20年)は、同規則を解釈する際に重要と思われる14の最高裁判決についてのポイントを紹介する。

Ⅲ 国家によるエンフォースメント

1 刑事罰

刑事罰がこれにあたる。取引所法32条(a)項は、同法の規定や規則の違反者には500万ドルの罰金（自然人でない場合には2500万ドル）もしくは20年を超えない拘禁刑（imprisonment）または両者が併科されうる。また、郵便電信詐欺法1341条・同法1343条は郵便あるいは電信を利用して証券詐欺をした者にたいして原則20年を超えない拘禁刑が科されうる。

2 故意とサイエント

刑事罰を科するためには、証券詐欺をした者に故意（willfulness）のあることが必要である。その者に規定違反の認識は必要とされない⁽¹⁴⁾。民事責任を追及するためには「サイエント（scienter）」の証明が必要とされる。サイエントとは「詐欺的、相場操縦的あるいは詐欺的行為をなす意思を含む心理状態」をいう⁽¹⁵⁾。そこで、サイエントを証明すれば故意を立証したことになるのか。換言すれば、故意とサイエントはどのような関係にあるのか。この問題についての明確な説明は未だなされていない⁽¹⁶⁾。

3 インサイダー取引と刑事罰

インサイダー取引をした者に刑事罰を科す際の解釈基準には以下の三説がある。

(1) 内部情報所有説

取引の相手方に負う信認義務（fiduciary duty）や雇用者との取決め等の有無にかかわらず、内部情報を知りそれを利用して取引する者⁽¹⁷⁾に刑事罰が科されうる。同説は Rule を「公正な証券取引を実現させるための規定（fairness statute）」とみる。1960年頃から1970年代の前半頃まで、合衆国下級審裁判所は同説を根拠に「インサイダー」の範囲を広く認めてきた。

(2) 信認義務違反説

取引当事者間に信認関係（fiduciary relationship）がある場合にのみ、内部情報を

(14) King & Corrigan & Dukin, *supra* note (8), at 1037.

(15) Hochfelder, 425 U.S. 185, 193 n.12. なお、拙著・128頁参照。

(16) King & Corrigan & Dukin, *supra* note (8), at 1038.

(17) 内部情報を知って取引した場合にも刑事罰が科されうるかについては、拙稿「米国インサイダー取引規制と内部情報」国際商事法務29巻3号290頁以下（平成13年）参照。

知りそれを利用して取引する者に刑事罰が科されうる。同説は Rule を「詐欺的な証券取引の規制を目的とする規定 (fraud statute)」とみる。1980年 Chiarella 事件最高裁判決⁽¹⁸⁾は同説を妥当とした。

(3) 不正流用説

被用者が職務に関して知ることのできた内部情報を利用して取引した者は、取引の相手方との間に信認関係がなくても刑事罰が科されうる。同説は、雇用者に帰属する内部情報を無断で利用することが雇用者にたいする信認義務違反になるとする。同説は Rule を「雇用者に帰属する内部情報の不正流用を規制する規定 (fraud on the source of information statute)」とみる。1997年 O' Hagan 事件最高裁判決⁽¹⁹⁾はこれを妥当とした⁽²⁰⁾。

IV 私人によるエンフォースメント

1 損害賠償

(1) 意義

証券詐欺で損害を受けた投資者に認められる賠償金は、「損害の補てん (compensation)」のみならず「違法行為の抑止 (deterrence)」効果があるとされる。この効果は、原告となる投資者があたかも私的司法長官 (private Attorney General) の役割をはたしているところからもたらされるものといえよう⁽²¹⁾。また、投資者の提起する損害賠償請求訴訟とりわけクラス・アクションによるそれ⁽²²⁾は、SECの提起するエンフォースメント訴訟を補完する (supplement to the SEC enforcement action) 役割もはたしているとされる⁽²³⁾。

(18) 445 U.S. 222 (1980).

(19) 521 U.S. 642 (1997).

(20) 以上の詳細は、拙著・165頁以下参照。

(21) 損害賠償が広く認められることで、請求の根拠が薄弱な訴訟 (frivolous suit) が増加した。その結果、「違法行為の過剰な抑止 (overdeterrence)」効果がでてきたとされる (Rose, *Reforming Securities Litigation Reform: Restructuring the Relationship Between Public and Private Enforcement of Rule10b-5*, COLUM. L. REV. 1301, 1301 (2008))。このような状況を改善するために1995年連邦私的証券訴訟改革法が制定された。同法の概要は、拙著・206頁以下参照。なお、森田果＝小塚 莊一郎「不法行為の目的—『損害填補』は主要な制度目的か」NBL874号10頁以下 (平成20年) も参照。

(22) 2005年に提起されたクラス・アクションの93パーセントが、Rule に基づくそれとされる (*Id.* at 1308 n.23)。

(23) Avery, *Securities Litigation Reform: The Long and Winding Road to the Private Securities Litigation Reform Act of 1995*, 51 BUS. LAW. 335, 335 (1995).

(2) 賠償額に上限がないケース

Ruleに基づく黙示の私的訴権 (implied private right of action) を主張して賠償を請求するのが通常である。当該訴権の成立要件のポイントは、大略つぎのようである。①取引対象が取引所法3条(a)項(10)号の規定する「証券 (securities)」に該当すること。②実際に証券を売買した者であること (売主・買主要件)。③証券詐欺をした者に「サイエント」(前記Ⅲ・2) のあること。④不実表示等の情報が「重要 (materiality)」であること。⑤原告が不実表示等の重要情報を「信頼 (reliance)」したこと。⑥詐欺と損害に「因果関係 (causation)」のあること⁽²⁴⁾。⑦証券詐欺が州際通商取引にあたること。⑧訴訟の提起が「出訴期限 (statute of limitations)」内であること⁽²⁵⁾。

(3) 賠償額に上限があるケース

インサイダー取引をした者と同時期に (contemporaneously) 取引をした投資者は、損害賠償を請求できる。しかし、その額はインサイダーが得た利益または免れた損失を上限とする。取引所法20A条はこれを明定する⁽²⁶⁾。

(24) 因果関係には証券詐欺がなければ損害は生じていないとされる「取引因果関係 (transaction causation)」と証券詐欺が原因で経済的損失が生じたとされる「損害因果関係 (loss causation)」があり、両因果関係の証明が要求される。2005年 Broudo 事件最高裁判決 (U.S.544 336) はこれを明らかにした。同事件最高裁判決の概要は、拙稿「米国連邦私的証券訴訟における『損害因果関係』とその立証—Broudo 事件最高裁判決の紹介と検討—」国際商事法務33巻7号1027頁以下 (平成17年) 参照。なお、1988年 Wilson 事件第2巡回区合衆国控訴裁判決 (844 F.2d 81) が「取引因果関係とは当然に『信頼』を意味する」というように (*Id.* at86)、「信頼」(前記⑤) の証明は取引因果関係の証明を意味すると一般に理解されている。詳細は、拙稿「米国連邦私的証券詐欺訴訟をめぐる最近の動向 (1)」神戸外大論叢53巻4号65頁 (平成14年) 参照。

(25) 詳細は、拙稿「米国連邦証券取引規制における黙示の私的訴権とその問題点」外国学研究 (神戸外大) 70頁以下 (平成18年) 参照。実際には、判決がなされるまでに和解 (settlement) 等で解決されるケースが多い。その理由については、Note, *Damages for Insider Trading in the Open Market: A New Limitation on Recovery Under Rule 10b-5*, 34 VAND. L. REV. 797, 798 (1981) 参照。また、いわゆる「間接関与者」も損害賠償責任を負うことがある。従来、間接関与者の責任として「私的補助責任」・「私的共謀責任」・「エイジェンシー責任」・「支配を行なう者の責任」が合衆国下級審判例により認められていた。これについての詳細は、拙稿「米国連邦証券関係法における第2次責任 (secondary liability) について (1) ・ (2)」神戸外大論叢41巻3号79頁以下 (平成2年)、同42巻6号1頁以下 (平成3年) 参照。しるかに、1994年 Central Bank 事件合衆国最高裁判決 (511 U.S. 164) は「私的補助責任」を否定した。同事件最高裁判決の概要およびその後の間接関与者の責任に関する動向は、拙稿「米国における不公正な証券取引と間接関与者の民事責任」外国学研究 (神戸外大) 54号101頁以下 (平成15年) 参照。

(26) 取引所法20A条は、1988年インサイダー取引および証券詐欺エンフォースメント法により新設された。同条と Rule の適用関係については、拙稿・前掲注 (24) 59頁以下参照。最近の論稿である Shah, *Section 20A and the Struggle for Coherence, Meaning, and Fundamental Fairness in the Express Right of Action for Contemporaneous Insider Trading Liability*, 61 RUTGERS L. REV. 791 (2009) は、取引所法20A条の問題点を検討する。

2 3 倍賠償

いわゆる RICO 法⁽²⁷⁾ 1964 条(c)項は、「証券の売付けにおける詐欺 (fraud in the sale of securities)」を理由に原告は損害額の 3 倍および弁護士費用を含む訴訟費用を請求しうる旨を明定する。同項が認める損害賠償は、証券詐欺をした者に科せられるサンクションの性質をもつ。その意味で原告が損害を超えて賠償金を取得すれば、それは思いがけず取得したもの (windfall) とされよう。そこで、1995 年連邦私的証券訴訟改革法は「証券の売付けにおける詐欺」をしたとして有罪判決を受けた者にたいしてのみ損害を受けた投資者は 3 倍賠償を請求できるとした⁽²⁸⁾。

3 報奨金

インサイダー取引についての情報提供者に、SEC は報奨金 (bounty) をあたえることができる。金額の上限は、当該取引をした者に科された民事制裁金の 10 パーセントとされる⁽²⁹⁾。私人による情報提供は、間接的にインサイダー取引を抑止する効果がある。このことから、報奨金の提供は広い意味でのエンフォースメントと考えられよう。

4 短期売買差益

証券発行者 (issuer) の取締役、役員、登録証券の 10 パーセント超を保有する株主 (controlling shareholder) といったいわゆる「会社内部者 (corporate insider)」⁽³⁰⁾ が、当該証券を買い付けまたは売り付けてから 6 か月に満たない期間内にそれを売り付けまたは買い付けて利益を得または損失を免れた場合には、当該利益 (short swing profit, 短期売買差益) を証券発行者に返還しなければならない。証券発行者がこれをしていない場合には、株主の代位訴訟が認められている⁽³¹⁾。

同規定は、会社内部者が短期売買差益取得の意図の有無に関係なく適用される⁽³²⁾。証券発行者が、会社内部者の得た短期売買差益を返還させることでインサ

(27) RICO 法の概要等については拙著・56 頁以下参照。

(28) 拙著・215 頁参照。

(29) 取引所法 21A 条(e)項。

(30) インサイダー取引をしたとされる「インサイダー」は、①会社内部者、②準内部者 (quasi-insider; temporary insider) [会計士・弁護士等がこれに該当する]、③情報受領者 (tippee) [「インサイダー」から内部情報の伝達を受けた者がこれに該当する]、④真正内部者 (insider's insider) [証券発行者がこれに該当する]、⑤外部の内部者 (outsider's insider) [職場で他社等の内部情報を知りうる立場にある印刷工等がこれに該当する] に大別される (拙稿・前掲注 (4) 845 頁)。

(31) 取引所法 16 条(b)項。

(32) STEINBERG, UNDERSTANDING SECURITIES LAW 355 (2006). 換言すれば、内部情報利用の有無にかかわらず同規定は適用される。

イダー取引を抑止する効果があるとされる⁽³³⁾。

V SECによるエンフォースメント

SEC（連邦証券取引委員会）は、取引所法4条に基づき設置が認められている独立の行政機関である⁽³⁴⁾。SECによるエンフォースメントは以下のものである。

1 差止命令

証券詐欺がなされる前にそれを差止めることができれば、投資者は当該詐欺による損害を防ぐことができる。これを実現すべく、取引所法は重要つぎのように規定する。すなわち、「SECは、証券詐欺をしている者またはしようとする者にたいして当該詐欺の差止めを求める訴えを合衆国地方裁判所に提起できる」⁽³⁵⁾。また、「SECは、証券詐欺を認識して証券詐欺をしようとしている者へ実質的援助をした者にたいしても差止めを求める訴えを地方裁判所に提起できる」として、SECは幫助者にたいしても差止請求を求めることができる旨を明定した⁽³⁶⁾。なお、差止命令は既に証券詐欺をした者にたいしても発せられることがある⁽³⁷⁾。

(33) もっとも、以下の点を考慮すると規定の実効性は限られているといえよう。①証券の売買をしてから6か月経過後の売買で取得した利益については同規定の適用はない。②甲社の取締役aと乙社の取締役bがそれぞれの会社の内部情報を交換して取締役aは乙社株を、取締役bは甲社株を買い付けた（mutual back scratching）。このような場合にも同規定は適用されない。

(34) 証券法は、投資者保護の実現と健全な証券市場の維持・育成を任務とする独立の行政機関として「連邦取引委員会（FTC）」の設置を認めていた。同法の1年後に制定された取引所法がFTCに代えて設置を認めたのがSECである。SECは上院の勧告および同意に基づいて大統領が任命する5名の委員（commission members）から構成されており、委員長（chairman）は大統領が指名する。3名を超える委員が同一の政党に所属することはできない。委員の任期は5年であり、毎年6月5日に任期が満了する（WILDER, THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC) X III—X IV (2003)）。現在のSEC委員長はMary Schapiro氏であり、第29代目で初の女性委員長である（IBL 情報「Mary Schapiro氏が第29代米国SEC委員長に就任」国際商事法務37巻4号571頁（平成21年））。なお、SECの「エフォースメント局（Division of Enforcement）」がエンフォースメントを執行する。

(35) 取引所法21条(d)項(1)号。

(36) 取引所法20条(e)項。拙著・215頁参照。最近の論稿であるSlovick, *Scienter and Section 20(a): A New Consensus on Aiding and Abetting Liability in SEC Enforcement Actions*, 36 SEC. REG. L. J. 317 (2008)は、同項に関する最近の判決例を紹介し問題点を検討する。

(37) 差止命令（injunction）は、証券詐欺のような違法行為を事前に差し止めることができる点に意義がある。換言すれば、違法行為がおこなわれれば差止命令は意味がない。日本法のもとではこのように考えられる。しかるに、米国では既になされているまたはなされた違法な行為にたいしてもその行為者にたいする差止命令を認める。取引所法21条(d)項も「証券詐欺をしている者

2 付随的救済

SECは投資者保護を実現すべく、差止命令に付随して証券詐欺で得られた違法な利益の吐出し（disgorgement）等の請求を合わせておこなうことも少なくない。「SECは取引所法の立法目的を実現するために、差止命令以外の救済を請求することができる」⁽³⁸⁾とするように、多くの判決例がこれを認める。一般に「付随的救済（ancillary relief）」とされる当該救済には、利益吐出し（下記4・(1)）や吐き出された利益を保全するために必要な管理人の指名（appointment of a receiver）等がある。

付随的救済の認められる根拠は、裁判所の有するエクイティ上の権能（general equity power）および取引所法等が制定された目的の実現にあるとされる。また、これまでに裁判所が同救済を認めたケースは、①過去の違法行為の矯正、②訴訟係属中の原状保全、③将来における違法行為の防止に大別できる⁽³⁹⁾。

3 3倍賠償

SECが原告となり、インサイダー取引をした者にたいしてその者が得た利益または免れた損失の最高3倍まで請求できる⁽⁴⁰⁾。SECは、インサイダー取引をした者を「支配する者」にたいしても同様の請求ができる⁽⁴¹⁾。ただし、その額は100万ドルを超えることはできない。賠償金は国庫に帰属する⁽⁴²⁾。

（person is engaged in … a violation of this Act）」にも差止命令が認められる旨を明定する。すなわち、違法行為が二度とおこなわれないように当該行為者にたいして差止命令を発する点に意義があり、当該命令の違反者には裁判所侮辱罪（contempt of the court）で刑事制裁が科される（田中英夫＝竹内昭夫・法の実現における私人の役割209頁（有斐閣 昭和62年）における竹内発言は「違法な合併」を例にあげてこれを説明する）。

(38) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 446 F.2d 1301, 1308 (2d Cir. 1971).

(39) 詳細は、拙著・33頁以下参照。

(40) 取引所法21A条(a)項(1)号・(2)号。

(41) 取引所法21A条(a)項(3)号。ところで、取引所法20条(a)項は「証券詐欺をした者（controlled person）を支配した者（controlling person）は、前者と連帯して民事責任を負う」と規定する。同項は、間接関与者の責任（第二次責任）の一類型である「支配を行う者の責任」を明定する。最近の論稿である Cosenza, *Do the PSLRA's Proportionate Liability Provisions Govern Section 20 Control Person Liability?*, 36 SEC. REG. L. J. 268 (2008); Rapp, *Proportionate Liability of Controlling Persons? The Problematic Integration of the Private Securities Litigation Reform Act and Securities Exchange Act §20(a)*, 37 SEC. REG. L. J. 93 (2009) は、同項に関する最近の判決例を紹介し問題点を検討する。

(42) 取引所法21A条(d)項(1)号。

4 利益吐出し・民事制裁金

(1) 利益吐出し

利益吐出し (disgorgement) とは、証券詐欺をした者が違法に得た利益を吐き出させることで証券詐欺を抑止するエンフォースメントをいう⁽⁴³⁾。すなわち、違法行為の抑止を目的としてエクイティ上認められている利益吐出しは、当該行為の被害者が受けた損害の補てんを目的とするてん補賠償 (compensatory damages) とは異なる。また、加害行為の悪性に着目して加害者の制裁を目的とする懲罰的損害賠償 (punitive damages)⁽⁴⁴⁾ ともその性質を異にする。利益吐出しが認められるために SEC は被告の “reasonable approximation” を証明すればよく、被告の反証がなければ SEC の請求が認められる⁽⁴⁵⁾。

(2) 民事制裁金

SEC は、証券詐欺をした者に民事制裁金 (civil penalty) を科す訴訟を地方裁判所に提起できる⁽⁴⁶⁾。証券詐欺の違法性の程度により、科される制裁金は三段階に分けられる^{(47) (48)}。

5 取締役あるいは役員の職務執行禁止

SEC は、証券詐欺をした取締役・役員の一定期間職務執行禁止を求める訴訟を連邦地方裁判所に提起できる⁽⁴⁹⁾。

(43) Buckberg & Dunbar, *Disgorgement: Punitive Demands and Remedial Offers*, 63 BUS. LAW. 347, 349 (2008).

(44) 樋口範雄・不法行為法11頁 (弘文堂 平成21年)。

(45) Buckberg & Dunbar, *supra* note (43), at 350-51.

(46) 取引所法21条(d)項(3)号。Securities Law Enforcement Remedies Act of 1990 (以下、1990年エンフォースメント法) がこれを明定した。同法の概要については、Martin & Mirvis & Herlihy, *SEC Enforcement Powers and Remedies Are Greatly Expanded*, 19 SEC. REG. L. J. 19 (1991) 参照。

(47) ①被告が自然人であれば5000ドル、それ以外であれば5万ドルを超えない額、②被告が自然人であれば5万ドル、それ以外であれば25万ドルを超えない額、③被告が自然人であれば10万ドル、それ以外であれば50万ドルを超えない額の民事制裁金のいずれかを裁判所は科すことができる。

(48) 従来、証券詐欺による損害の回復は投資者が私的訴権を主張すること等でその実現をはかってきた。1975年の年次報告書もつぎのようにいう。「SEC のはたすべき役割は詐欺をはじめとする違法な証券取引から投資者を保護することであり、投資者の受けた損害を補てんすることではない。」しかるに、サーベンス・オクスリー法308条は SEC が証券詐欺をした者から吐き出させた利益あるいはその者に科した民事制裁金を基金として、被害を受けた投資者の損害補てんにあてることができる旨規定する。Black, *Should the SEC Be a Collection Agency for Defrauded Investors?*, 64 BUS. LAW. 317 (2008) は、“Fair Fund provision” と称される同条を批判的に検討する。

(49) 取引所法21条(d)項(2)号。

6 行政処分

(1) 排除命令

SECは「証券詐欺を今現在している、これまでにした、またはしようとしている者」⁽⁵⁰⁾にたいして、告知および聴聞の機会（notice and opportunity for hearing）をあたえた後に上記の者にたいして排除命令（cease and desist order）を発することができる⁽⁵¹⁾。排除命令を発するためには、SECに被審人（respondent）が将来かなりの確率で（reasonably likely）証券詐欺をすることの証明を要求されるかが問題とされる。1997年 Trepp 事件審決は「SECが排除命令を発するためには被審人が将来かなりの確率で証券詐欺をすることの証明が必要である」⁽⁵²⁾としてこれを肯定する。学説の多くもこれを支持する。これにたいし1994年 Zbar 事件審決は「被審人が将来において再び証券詐欺をするであろうとの証明は、排除命令を発するために必要なことではない」⁽⁵³⁾としてこれを否定する。これを支持する学説もある⁽⁵⁴⁾。

(2) ブローカー・ディーラーの業務に関する処分

SECは、証券詐欺をしたブローカー・ディーラーにたいして営業停止等の処分をすることができる⁽⁵⁵⁾。

(3) 過料・利益吐出し

SECは営業停止等の処分をしたブローカー・ディーラー（上記(2)）にたいして過料（civil penalty）を科し、不正に得た利益を吐き出させることができる⁽⁵⁶⁾。

(50) 規定の文言は“any person is violating, has violated or is about to violate any provision of this Act”である。

(51) 取引所法21C条(a)項。証券法8A条(a)項、1940年投資会社法9条(f)項、1950年投資顧問法203条(k)項にも同様の規定がある。1990年エンフォースメント法がこれを明定した。

(52) In re Trepp, 65 SEC Docket 512, 516 (1997).

(53) In re Zbar, 56 SEC Docket 1784, 1789 (1994).

(54) Smith, *SEC Cease-And-Desist Orders*, 51 ADMIN. L. REV. 1197 (1999) はこの問題を検討する。

(55) 取引所法15条(b)項(4)号。

(56) 取引所法21B条(a)項。その額は、民事制裁金のそれと同様である（同条(b)項。前掲・注(47)参照）。